

ヘッジファンドによる株式買取請求を 目的とした株式の買い集めとその評価

白 井 正 和

- 目 次
- 一 はじめに
- 二 株式買取請求の大幅な増加とその要因としての Appraisal Arbitrage
 - 1 近年の米国における株式買取請求の大幅な増加
 - 2 Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象
- 三 ヘッジファンドと近年の米国の会社実務
 - 1 ヘッジファンドとはどのようなファンドか
 - 2 ヘッジファンドの活動とコーポレート・ガバナンスの改善
 - 3 活動の背後にあるインセンティブ構造
- 四 Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論
 - 1 理論的な観点からの分析
 - (1) Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解
 - (2) Appraisal Arbitrage に対する懸念とそれへの反論
 - 2 実証研究の紹介
 - (1) Korsmo & Myers の研究
 - (2) Callahan et al. の研究
 - 3 議論の小括と若干の検討
- 五 おわりに

一 はじめに

近年の米国では、公開企業（public company）を対象とした合併等の場面で株式買取請求権（appraisal rights）が行使された事例（申し立てられた件数および株式の価値）が大幅に増加している¹⁾。かつての米国では、ほとんど利用されることのない権利であると指摘されることもあった株式買取請求権であるが、今日では、このような指摘は既に時代遅れのものとなっており、

1) 詳細については、本稿二1を参照。

合併等の場面における株式買取請求権の行使には、学界のみならず実務からも強い関心が寄せられている。

米国で株式買取請求の大幅な増加を促す要因となっているのが、Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象である²⁾。Appraisal Arbitrage とは、一般に、公開企業の合併等に関する情報の公表後に、株式買取請求に基づく専門化された投資戦略を採用するヘッジファンド³⁾に代表される洗練された投資家が、株式買取請求を通じて利益を得ることを目的として当該企業（買取対象会社）の株式を買い集めることをいう⁴⁾。Appraisal Arbitrage に対しては、合併等に関する情報の公表後に買い集めた株式を対象に株式買取請求権を行使し、利益を得ようとする点で、株式買取請求制度の濫用であるといった批判が実務を中心に存在する一方で、米国の学説上は Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解も有力である⁵⁾。

こうしたヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage は、米国の公開企業を対象とした合併等の場面においてのみ生じうる現象であるということではできない。ヘッジファンドの活動は（そこに十分な利益を得る合理的な可能性が存在する限りは）容易に国境を越えて行われ、わが国でもヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage が今後増加する可能性は否定できないことからすれば、その評価について様々な角度からの分析に基づく建設的な議論を積み重ね、わが国の株式買取請求制度ひいては企業買収法制のより良い発展という観点から Appraisal Arbitrage をどのように位置づけるべきかを検討する必要があるだろう。以上の問題意識に基づき、本稿では、近年の米国における Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象とその評価をめぐる議論を中心に、分析・

2) 詳細については、本稿二2を参照。

3) 特に会社法分野において、近年その活動が学界からの注目を集めているヘッジファンドと呼ばれるファンドの特徴については、本稿三を参照。

4) See Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, 92 WASH. U. L. REV. 1551, 1553 (2015); Scott Callahan et al., *Appraisal Arbitrage and Shareholder Value*, 3 (1) JOURNAL OF LAW, FINANCE, AND ACCOUNTING 147, 149 (2018).

5) 詳細については、本稿四1および2を参照。

検討を試みる。

本稿の叙述は以下の順である。本稿二では、近年の米国における株式買取請求の大幅な増加の傾向について具体的なデータに依拠しつつ紹介するとともに、株式買取請求の大幅な増加を促す重要な要因となっている Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象について説明する。本稿三では、投資戦略の一環として Appraisal Arbitrage を採用する主な主体であるヘッジファンドに焦点を当て、会社実務においてヘッジファンドが果たしうる機能等について理論的な観点から分析するとともに、このようなヘッジファンドの活動の背後にあるインセンティブ構造の特徴について考察する。その上で、本稿四では、近年の米国におけるヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論を、それに関する実証研究とともに紹介し、その内容を検討する。本稿五はむすびである。

二 株式買取請求の大幅な増加とその要因としての Appraisal Arbitrage

1 近年の米国における株式買取請求の大幅な増加

近年の米国では、公開企業を対象とした合併等の場面で株式買取請求権が行使された事例（申し立てられた件数および株式の価値）が大幅に増加している。こうした状況を受け、今日では、株式買取請求制度は、米国の取引実務およびデラウェア州の判例法理において最も関心を集めている領域の1つ（one of the hottest areas）であるといわれている⁶⁾。

株式買取請求の大幅な増加の傾向を明らかにした代表的な研究である Korsmo & Myers の研究では、2004年1月1日～2013年12月31日までの10年間にデラウェア州衡平法裁判所に申し立てられたすべての株式買取請求事件

6) Guhan Subramanian, *Using the Deal Price for Determining "Fair Value" in Appraisal Proceedings* (Feb. 6, 2017), 2-3, available at <http://ssrn.com/abstract=2911880>

(全部で129件)を対象とした分析に基づき、公開企業に対する株式買取請求は、申し立てられた件数および(買取対価の額×申し立てられた株式の数で評価をした)申し立てられた株式の価値(額)のいずれにおいても、2011年頃を境に年々大幅に増加する傾向を有していることが指摘されている⁷⁾。もう少し詳細に説明すれば、まず、株式買取請求が申し立てられた件数に関しては、2011年よりも前は年10件前後で推移していたが2011年以降は年20件前後で推移するようになり⁸⁾、同時に、株式買取請求権を行使することが可能であった取引(appraisal-eligible transactions)全体に占める実際に同権利が行使された事例の割合についても、2011年よりも前は5%程度であったが2011年以降は10%を大きく超えるようになり、2013年に至っては15%を大きく超えている⁹⁾。次に、申し立てられた株式の価値(額)に関してみても、近年は増加する傾向にあることがうかがえ、例えば調査の最後の年である2013年に申し立てられた株式の価値は、調査の最初の年である2004年に申し立てられた株式の価値の10倍近い額であるとされている¹⁰⁾。

その上で、より直近のデータを扱うものとして、2009年1月1日～2016年

7) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1567.

8) *Id.* at 1568. なお、1999年および2000年の2年間にデラウェア州衡平法裁判所に提起されたすべての訴訟に関するデータに基づき、同裁判所に提起される訴訟の近年の傾向を分析したThompson & Thomasの研究においても、株式買取請求の申立件数は2年間で22件に過ぎないことが指摘されており、Korsmo & Myersの研究における2011年よりも前の時期の件数(年10件程度)と整合的である。See Robert B. Thompson & Randall S. Thomas, *The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition-Oriented Class Actions*, 57 VAND. L. REV. 133, 170-171 (2004). 同様の結果を示すものとして、1977年～1997年までの間にデラウェア州衡平法裁判所に申し立てられた株式買取請求の件数は合計で266件であり、1年当たり平均で13件程度であったとする研究もある。Randall S. Thomas, *Revisiting the Delaware Appraisal Statute*, 3 DEL. L. REV. 1, 22-23 (2000). このように、米国では、最近になるまで株式買取請求制度の利用は長らく低調であったことがうかがえる。

9) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1569-1570.

10) *Id.* at 1571. ただし、2013年のデータに関しては、大型の取引であるDell社のMBOの事例(Dell社の創業者であり同社の株式の約16%を保有するMichael Dell氏が、プライベート・エクイティ・ファンドと組んで同社に対するMBOを実施した事例)が含まれており、同事例だけで、申し立てられた株式の価値にして約6億5400万ドルもの額が計上されていることからすれば、2013年に申し立てられた株式の価値に関しては外れ値(outlier)である面もないとはいえない。

12月31日までの間にデラウェア州衡平法裁判所に申し立てられたすべての株式買取請求事件を対象とした Subramanian の研究によれば、以上の Korsmo & Myers の研究で示された2011年～2013年頃にかけての米国における株式買取請求の大幅な増加の傾向は、2013年以降も明確に維持されていることが分かる¹¹⁾。具体的には、株式買取請求に関して（買収対価の額×申し立てられた株式の数で評価をした）申し立てられた株式の価値（額）は、2012年以降の5年間で平均すれば毎年約70%の累積的な増加を示しており、2012年の時点では1億2900万ドル程度であった額¹²⁾が2013年には10億ドル弱、2014年には10億ドルを若干上回る程度の額に達し、2015年および2016年にはそれぞれ20億ドル程度の額にまで到達している¹³⁾。また、Subramanian の研究によれば、2016年に株式買取請求が申し立てられた件数は62件であるとされており¹⁴⁾、（先述の Korsmo & Myers の研究によれば）2004年1月1日～2013年12月31日までの10年間に株式買取請求が申し立てられた件数が合計で129件であったことを踏まえれば、株式買取請求が申し立てられた件数に関しても、2013年以降年を追うごとに大幅な増加をみせていることがうかがえる。

このように、近年の米国では、2011年頃を境として、公開企業を対象とした合併等の場面で株式買取請求権が行使された事例（申し立てられた件数および株式の価値）が年々大幅に増加しており、こうした株式買取請求の大幅な増加の傾向は、少なくとも2016年の時点において明確に維持されていることが分かる。かつての米国では、ほとんど利用されることのない権利であると指摘されることもあった株式買取請求権であるが¹⁵⁾、今日では、このよう

11) See Subramanian, *supra* note 6, at 7-11.

12) *Id.* at 2.

13) *Id.* at 7. こうした点を踏まえ、Subramanian は、株式買取請求の経済的な意味での魅力を減らすことを目的として制定法上の利率を低下させた2016年8月の法改正（reforms to the appraisal statute）は、株式買取請求の大幅な増加を促す重要な要因であると考えられているヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage を効果的に減少させることができなかつたと指摘する。*Id.* at 8-9.

14) *Id.* at 2.

15) See Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1553. この点に関連して、米国の学説上、かつては株

な指摘は既に時代遅れのものとなっており、合併等の場面における株式買取請求権の行使には、学界のみならず実務からも強い関心が寄せられている¹⁶⁾。

2 Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象

以上の近年の米国における株式買取請求の大幅な増加を促している重要な要因であると指摘されているのが、Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象である¹⁷⁾。Appraisal Arbitrage とは、一般に、公開企業の合併等に関する情報の公表後に、株式買取請求に基づく専門化された投資戦略を採用するヘッジファンドに代表される洗練された投資家が、株式買取請求を通じて利益を得ることを目的として当該企業（買取対象会社）の株式を買い集めることをいう¹⁸⁾。合併等に関する情報の公表「後」に、(公表された情報の分析に基づき)株式買取請求を通じて十分な利益を得ることが見込まれると判断される株式を選択して買い集めた上で、株主として株式買取請求権を行使するのであり、Appraisal Arbitrage には、その呼び名があらわすように裁定取引 (arbitrage) の側面が強い。

Appraisal Arbitrage が近年の米国における株式買取請求の大幅な増加を促

式買取請求権の行使について（あまり役に立たない権利であると考えて）関心が示されること自体が少なく、「株式買取請求権という救済手段は通常の株主にとって実質的に何の経済的な利点ももたらさない」と指摘されることすらあった。Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L. J. 223, 260 (1962). See also Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 HARV. L. REV. 297, 304 (1974).

16) 特に、企業買収の過程において買取対象会社の取締役役に信認義務違反までは認められないものの、それでも買取対価が公正な価格であるとはいえない場面における株主の救済手段として、今日では株式買取請求制度は意味のある保護措置 (meaningful protection) であると捉えられつつある。See Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 HARV. L. REV. 590, 655 (2016). See also *In re Appraisal of Ancestry.com, Inc.*, C.A. No. 8173-VCG, 2015 WL 399726, at *16 (Del. Ch. Jan. 30, 2015).

17) See e.g., Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1573-1574; Subramanian, *supra* note 16, at 654-655.

18) See Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1553; Callahan et al., *supra* note 4, at 149.

している重要な要因であることを示す代表的な研究として、本稿二1でも紹介した Korsmo & Myers の研究がある。同研究によれば、近年の米国における公開企業に対する株式買取請求の特徴として、(本稿二1でみたように株式買取請求の件数および金額が大幅に増加していることに加えて) 株式買取請求権を行使する主体が激的に変化している点が挙げられる¹⁹⁾。具体的には、2004年1月1日～2013年12月31日までの10年間にデラウェア州衡平法裁判所に申し立てられたすべての株式買取請求事件を対象とした分析に基づき、同期間において株式買取請求権を2回以上行使した者(repeat petitioner)が株式買取請求手続に当事者として関与した割合を調査した結果、2011年以降は、80%を超える株式買取請求手続においてrepeat petitionerの関与が明らかになった²⁰⁾。また、申し立てられた株式の価値(買収対価の額×申し立てられた株式の数で評価)についても、2010年よりも前はrepeat petitionerによって申し立てられた株式の価値はごく少額に過ぎなかったが、2010年以降は急激に増加しており、2013年にはrepeat petitionerによって申し立てられた株式の価値は合計で6億ドルを超えている²¹⁾。こうした点を踏まえて、Korsmo & Myersは、2010年よりも前に関していえば、株式買取請求においてrepeat petitionerが果たしてきた役割は小さく、専門のヘッジファンドが投資戦略の一環として株式買取請求権を行使してきた証拠はほとんど見当たらないが、2010年以降に関していえば、株式買取請求においてrepeat petitionerである専門のヘッジファンドが支配的な影響力を持つようになっていると結論づける²²⁾。

このように、近年の米国では、年を追うごとに、株式買取請求に関する活

19) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1572.

20) *Id.* また、同研究による調査の最後の年である2013年に関していえば、申し立てられたすべての株式買取請求事件において少なくとも1つ以上のrepeat petitionerが当事者として関与しているとのことである。*Id.* at 1573. さらには、2004年1月1日～2013年12月31日までの10年間に、株式買取請求権を10回以上行使しているヘッジファンドも3つ存在する。*Id.* at 1574.

21) *Id.* at 1573.

22) *Id.*

動は、(様々な公開企業の合併等の場面で) 買収対象会社に対して株式買取請求権を繰り返し行使する専門のヘッジファンドによってますます支配されるようになってきている²³⁾。Korsmo & Myers の研究によれば、申し立てられた株式の価値(額)という点で最大の repeat petitioner は Merion Capital というヘッジファンドであり、同研究の調査期間である2004年1月1日～2013年12月31日までの10年間で、7億ドルを超える額を株式買取請求のために投資したようである²⁴⁾。また、2009年1月1日～2016年12月31日までの間にデラウェア州衡平法裁判所に申し立てられたすべての株式買取請求事件を対象とした Subramanian の研究においても、同研究の調査対象期間で(累計で)最も多額の株式について株式買取請求を申し立てたのは Merion Capital であり、総額にして約18億ドルもの額の株式を対象に株式買取請求権を行使したことが指摘されている²⁵⁾。この Merion Capital によって株式買取請求権が行使された約18億ドルという株式の価値(額)は、Subramanian の研究によれば、同研究の調査対象期間におけるすべての株式買取請求事件で申し立てられた株式の価値の約36%に相当するとのことである²⁶⁾。

三 ヘッジファンドと近年の米国の会社実務

1 ヘッジファンドとはどのようなファンドか

本稿二二では、近年の米国における株式買取請求の大幅な増加を促す重要な要因であると考えられている、ヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage

23) *Id.* at 1572. *See also* Subramanian, *supra* note 6, at 10-11.

24) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1574-1575. 本文で紹介した Merion Capital 以外にも、Appraisal Arbitrage を採用する専門のヘッジファンドは近年では多数存在するようになっており、その中でも、2013年以降に repeat petitioner として活発に活動を始めたファンドとして、Verition Fund と Fortress Investment Group という2つのヘッジファンドが特に注目を集めている。*Id.* at 1575; Subramanian, *supra* note 6, at 10.

25) Subramanian, *supra* note 6, at 10.

26) *Id.*

について説明した。以下の本稿三では、本稿四で Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論について分析・検討する前提として、投資戦略の一環として Appraisal Arbitrage を採用する主な主体であるヘッジファンドに焦点を当てる。具体的には、ヘッジファンドと呼ばれるファンドに対する理解を深める観点から、会社実務においてヘッジファンドが果たしうる機能等について分析するとともに、このようなヘッジファンドの活動の背後にあるインセンティブ構造の特徴について考察する。

ヘッジファンドとは、一般に、投資家保護の観点から投資活動や情報開示などに関して設けられている様々な規制の適用を受けないファンドの総称である。本稿の主な議論の対象である米国で活動するヘッジファンドに関していえば、比較的少数の洗練された投資家から資金を集めることによって、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）に基づく投資家保護のための規制を受けないファンドであるということが、その重要な特徴として挙げられる²⁷⁾。そのため、ミューチュアルファンドや年金基金などのいわゆる伝統的な機関投資家はヘッジファンドには含まれないものの、ヘッジファンドという用語には本来多様な投資の仕組みが広く含まれるといえる²⁸⁾。

その上で、ヘッジファンドと呼ばれるファンドの多くで実際に観察される特徴に基づいて同ファンドの定義づけをするのであれば、次のようになる。ヘッジファンドとは、私的な契約により管理される投資のための組織であり、投資家保護の観点から投資活動や情報開示などに関して設けられている様々

27) See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PENN. L. REV. 1021, 1024 n.1 (2007); William W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 GEO. L. J. 1375, 1382 n.33 (2007). 日本では、適格機関投資家等のみから資金を集めることにより、金融商品取引法の開示規制や業規制の適用を免除されているファンド（プロ向けファンド）がヘッジファンドに該当するだろう（田中亘「機関投資家とアクティビズム」ジュリスト1515号（2018年）41頁注3）。

28) JOHN BUCHANAN ET AL., *HEDGE FUND ACTIVISM IN JAPAN* 62 (2012). 今日では、一般にヘッジファンドのカテゴリに入ると考えられているファンドが採用している投資の仕組みは様々であり、例えば、投資に当たりヘッジ戦略を採用することがヘッジファンドであることの本質的な要素であるとは考えられていない。

な規制の適用を受けることがないファンドであって、一般に、同ファンドに資金を提供する（比較的少数の洗練された）投資家は、多くの市場リスクを引き受け、同ファンドからの早期の資金の引出しについて一定の制限を負うことと引き換えに、広範な裁量を有し業績連動型の報酬を受け取るファンドマネージャーに対して、デリバティブなどの手法を駆使しながら、あらかじめ合意されたベンチマークを超える収益をあげることを求める²⁹⁾。

2 ヘッジファンドの活動とコーポレート・ガバナンスの改善

ヘッジファンドの活動については、米国を中心に、特に会社法分野において近年学界からの高い関心を集めている。ヘッジファンドが会社法分野における学界からの関心を集めるようになった原因の1つは、アクティビスト・ヘッジファンド³⁰⁾と呼ばれる一部のヘッジファンドの活動が、公開企業のコーポレート・ガバナンスの問題を解決する上で重要な役割を果たしつつあることが認識され始めたことにある³¹⁾。

近年では、欧米を中心に、アクティビスト・ヘッジファンドが投資対象会社の事業戦略に少なからぬ影響を与える事例が広く観察されている³²⁾。アクティビスト・ヘッジファンドが投資対象会社に提案する事業戦略の主な例としては、同社の売却、同社が抱える不採算事業からの撤退、配当の増額（自

29) *Id.* at 64-65; Alon Brav et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. FIN. 1729, 1734-1735 (2008). See also Housman B. Shadab, *The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*, 6 BERKELEY BUS. L.J. 240, 246-262 (2009).

30) アクティビスト・ヘッジファンドとは、他の株主と協力しながら、投資対象会社の経営・財務上の戦略に影響を与えることで同社の企業価値を向上させ、他の株主とともに享受することができるより多くの利益を同社から引き出そうとするタイプの投資戦略を採用するヘッジファンドをいう。BUCHANAN ET AL., *supra* note 28, at 67-68.

31) See e.g., Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085, 1154-1155 (2015).

32) アクティビスト・ヘッジファンドの活動内容に関する本稿三二における以下の記述の多くは、白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」旬刊商事法務2109号（2016年）34-37頁に基づく。

社株買の実施を含む)、事務管理コスト等の事業の遂行に要するコストの削減などが挙げられる³³⁾。アクティビスト・ヘッジファンドの活動がとりわけ盛んであるのが米国であり、近年の米国では、アクティビスト・ヘッジファンドが提案する(投資対象会社の経営陣が示している事業戦略に代替する)事業戦略について、ミューチュアルファンドや年金基金などの伝統的な機関投資家が支持を表明し、個別の交渉や取締役の選任に関する委任状争奪戦などを通じて投資対象会社の事業戦略の見直しを強く迫ることは、日常的に観察される現象である³⁴⁾。

アクティビスト・ヘッジファンドの典型的な活動内容は、順に、投資対象会社の選定および株式の買い集めの段階、投資対象会社の経営陣に対する代替的な事業戦略の提案およびその実現に向けた交渉の段階、アクティビスト・ヘッジファンドによる取締役候補者の選任要求と(それが投資対象会社の経営陣によって退けられた場合の)委任状争奪戦の段階に分けられると指摘されているが³⁵⁾、その活動における重要な特徴として、アクティビスト・ヘッジファンドは、資金面の制約等を理由に通常は投資対象会社の支配権を獲得しようとはしない³⁶⁾。そのため、アクティビスト・ヘッジファンドの活動が

33) See Bratton, *supra* note 27, at 1390-1397.

34) Sharon Hannes, *Super Hedge Fund*, 40 DEL. J. CORP. L. 163, 191-195 (2015). See also Diane Holt Frankle et al., *Proceedings of the 2014 Delaware Business Law Forum: Director-Centric Governance in the Golden Age of Shareholder Activism*, 70 BUS. LAW. 707, 711-712, 717-718 (2015).

35) Nickolay Gantchev, *The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model*, 107 J. FIN. ECON. 610, 612-614 (2013). なお、米国では、活動内容からみて、ヘッジファンド・アクティビズムが(投資対象会社の経営陣との関係で)あからさまに敵対的であると評価できるものは、全体の3割以下に過ぎないとする調査がある。Brav et al., *supra* note 29, at 1732.

36) BUCHANAN ET AL., *supra* note 28, at 69; Bratton, *supra* note 27, at 1382-1383; Na Dai, *Hedge Fund Activism and Corporate Governance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE GOVERNANCE 564, 578 (2013). アクティビスト・ヘッジファンドが投資対象会社の株式をどの程度保有するかに関しては、多くの場合5%~10%程度であるとする近年の調査がある。Bratton, *supra* note 27, at 1389. また、アクティビスト・ヘッジファンドが株主アクティビズムに基づく活動を開始した後であっても、その保有する投資対象会社の株式の持株割合が大きく増加することはない(活動開始前の持株割合の平均は8.27%で、活動期間中の最大持株割合の平均は9.11%)

成功するかどうかは、同ファンドの提案内容が、伝統的な機関投資家に代表される他の株主からの幅広い支持を集めることができるかどうかにかかっている³⁷⁾。

また、アクティビスト・ヘッジファンドの行動は戦略的かつ事前的である (strategic and ex ante) という点に大きな特徴があり³⁸⁾、その活動には裁定取引 (arbitrage) の側面がある。すなわち、アクティビスト・ヘッジファンドは、最初に、ある会社に対して株主アクティビズムを実施することで利益が生じるか否かを判断し、その後で、当該会社の株式を取得して株主アクティビズムを開始するのであり、この点で、株式保有が先であり、投資対象会社において何か問題が生じるまでは基本的には受け身であることが多い伝統的な機関投資家の行動とは大きく異なる。

3 活動の背後にあるインセンティブ構造

このようなアクティビスト・ヘッジファンドの積極的な活動を踏まえて、近年の米国の学説上は、アクティビスト・ヘッジファンドが投資対象会社の業績を分析・監視するとともに、投資対象会社および同社に投資している伝統的な機関投資家に対して、必要に応じて同社の事業戦略に関する具体的な代替案の提案をする機能を果たすことこそが、米国における公開企業のコーポレート・ガバナンスの問題を解決する上できわめて重要であるとする見解が有力に主張されている³⁹⁾。

もちろん、株主アクティビズムはそれ自体として特段新しい現象であるというわけではなく、1990年代には既に、ミューチュアルファンドや年金基金などの伝統的な機関投資家による株主アクティビズムの動きが観察されてい

と指摘されている。Gantchev, *supra* note 35, at 621-622. See also Brav et al., *supra* note 29, at 1746-1748.

37) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 897 (2013).

38) Kahan & Rock, *supra* note 27, at 1069; Dai, *supra* note 36, at 569.

39) Gilson & Gordon, *supra* note 37, at 866-867.

た⁴⁰⁾。それにもかかわらず、近年の米国でアクティビスト・ヘッジファンドの活動が特に注目を集めている理由としては、アクティビスト・ヘッジファンドは、公開企業のコーポレート・ガバナンスを改善するという点において、伝統的な機関投資家以上に望ましい主体であるとする理論的な可能性が存在することが挙げられる⁴¹⁾。

こうした理論的な可能性は、活動の背後にあるインセンティブ構造の点と利益相反の問題に対する懸念の点で、アクティビスト・ヘッジファンドと伝統的な機関投資家との間に少なからぬ違いが存在することに基づくものであるが、Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論について分析・検討するという本稿の中心的な問題意識との関係から、以下では活動の背後にあるインセンティブ構造の違いの点を掘り下げて紹介することとしたい⁴²⁾。

伝統的な機関投資家の多くは分散投資戦略を採用しており、特定の投資対象会社における株式の保有割合は高くないことから、特定の投資対象会社の経営に深く関与するタイプの株主アクティビズムを通じて当該会社の企業価値を増加させたとしても、そのために要する費用を上回る利益を得られる蓋

40) ただし、ヘッジファンドと伝統的な機関投資家とは、株主アクティビズムの態様に関する重要な点において違いが認められることには留意が必要である。伝統的な機関投資家の株主アクティビズムに関していえば、そこでの目的は、買収防衛策の廃止や取締役会の構成の変更などのコーポレート・ガバナンスに関するルールの変更であることが一般的であり、同一内容のルールの変更を多数の投資対象会社に対して同時に提案する傾向がある。これに対して、ヘッジファンド・アクティビズムは、特定の投資対象会社の事業戦略に関する具体的な代替案を提示するなどして、同社の経営・財務上の戦略に重大な影響を与えることでその企業価値を向上させることを目的とするものであり、少なからぬ費用をかけて特定の投資対象会社に大きな変化をもたらすものといえることができる。

41) また、これまでに公表されている主として米国における実証研究の結果は、ヘッジファンド・アクティビズムが投資対象会社の企業価値（業績または株価）にプラスの影響を与えていることを支持するものが多数を占めており、本文で記述した理論的な可能性と整合的である。詳細については、白井・前掲注32) 39-40頁、田中・前掲注27) 43頁を参照。

42) ヘッジファンド・アクティビズムの背後にあるインセンティブ構造の特徴に関する本稿三三における以下の記述の多くは、白井・前掲注32) 37-38頁に基づく。なお、利益相反の問題に関する懸念の点で生じうる違いについては、白井・前掲注32) 38頁、田中・前掲注27) 42頁を参照。

然性は必ずしも高いものではない⁴³⁾。そのことに加え、伝統的な機関投資家のファンドマネージャーは、ファンドの資産規模を基礎とした報酬を受け取ることが多い点を踏まえれば⁴⁴⁾、伝統的な機関投資家（のファンドマネージャー）には、特定の投資対象会社の経営に深く関与するタイプの株主アクティビズムに従事するインセンティブが不足する傾向にあると考えられる⁴⁵⁾。

これに対して、アクティビスト・ヘッジファンドに関していえば、特定の投資対象会社に対する集中投資が可能であることや、ファンドマネージャーの報酬が業績連動型であることを踏まえれば、特定の投資対象会社の経営に深く関与するタイプの株主アクティビズムを積極的に行うインセンティブは、（その活動がファンドに利益をもたらすと考えられる限りは）十分であると評価することができる⁴⁶⁾。そのため、ヘッジファンドは、伝統的な機関投資家であっても十分に逃れることができなかつた株主アクティビズムに伴う集合行為問題を克服する可能性のある主体であるといえることができる。

43) また、たとえ株主アクティビズムによる利益が費用を上回る場合であっても、競業他社である機関投資家（同種のファンド）が当該特定の投資対象会社に同程度の出資をしていた場合には、当該競業他社は何ら費用を費やすことなく同程度の利益を享受する（すなわちフリーライドする）ことが可能になるため、特定の投資対象会社の経営に深く関与するタイプの株主アクティビズムに従事した機関投資家は、そのための費用を費やした分だけ、競業他社よりも競争上不利な地位に追いやられてしまう可能性がある。

44) 例えば、約97%のミューチュアルファンドにおいて、ファンドの資産規模を基礎とした報酬が支払われているとのことである。Kahan & Rock, *supra* note 27, at 1051. なお、特定の投資対象会社の経営に深く関与するタイプの株主アクティビズムを行うことで、当該会社の企業価値が向上すれば、ファンドの運用実績も改善し、より多くの資金が当該ファンドに流れ込む（その結果当該ファンドの資産規模が大きくなり、ファンドマネージャーの報酬も増える）ことになるとも考えられないではない。もっとも、競業他社である機関投資家（同種のファンド）よりも利益を上げなければ資金の流入は起こりにくいことを踏まえれば、競合他社よりも多くの割合の株式を保有している投資対象会社に対してしか、ファンドマネージャーにはこのような株主アクティビズムを実施するインセンティブは生じないだろう。また、仮にインセンティブが生じる場合であっても、競業他社が当該投資対象会社の株式を保有していれば、その分だけインセンティブは希釈化されてしまう。Id. at 1052-1054.

45) See e.g., Bratton, *supra* note 27, at 1384; Brav et al., *supra* note 29, at 1734; Gilson & Gordon, *supra* note 37, at 890; Dai, *supra* note 36, at 566.

46) See Kahan & Rock, *supra* note 27, at 1064-1066, 1069-1070; Brav et al., *supra* note 29, at 1733-1736. ヘッジファンドのファンドマネージャーの多くは、自らの個人資産を同ファンドに出資していることも踏まえれば、なおさらである。

四 Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論

1 理論的な観点からの分析

(1) Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解

以下では、ヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage の評価をめぐる近年の米国の学説上の議論に焦点を当てる。Appraisal Arbitrage に対しては、公開企業の合併等に関する情報の公表「後」に買い集めた株式を対象に株式買取請求権を行使し、利益を得ようとする点で、株式買取請求制度の濫用であるといった批判が実務を中心に存在する一方で⁴⁷⁾、米国の学説上は Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解も有力である。

2015年に公表された Korsmo & Myers の論文では、Appraisal Arbitrage を株主一般に利益をもたらすものとして好意的に評価する立場が示された⁴⁸⁾。同論文によれば、Appraisal Arbitrage は、事前の観点からは、(a) 買収対象会社の経営陣や支配株主による機会主義的な行動または過失による行動⁴⁹⁾ に対する有効な抑止機能を提供してくれるとともに、事後的な観点からは、(b) 自らは株式買取請求権を行使しない少数株主との間で株式買取請求を通じて得られる利益を分け合うことになる点で、買収対象会社の株主一般に利

47) See Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1556 n.24. こうした批判は、米国において、議決権行使の基準日後に取得された株式を対象とした株式買取請求を排除するための論拠としてたびたび主張されてきた。

48) また、Korsmo & Myers の論文のほかにも、Appraisal Arbitrage を好意的に評価する立場をとる最近の論文として、2018年に公表された Callahan et al. の論文がある。Callahan et al., *supra* note 4, at 181-182.

49) 同論文によれば、Appraisal Arbitrage に関する市場の急速な拡大は、MBO や支配株主による少数株主の締出しなどの構造的な利益相反関係が存在する企業買収の場面において、経営陣または支配株主による少数株主からの搾取に対する株式買取請求の抑止機能を高めてくれるのみならず、独立当事者間の企業買収の場面においても、会社の売却の過程で生じうる経営陣の怠惰、過失または意識していないバイアスに対する有効な防壁として機能すると指摘されている。Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1555.

益をもたらすものということができる⁵⁰⁾。

最初に、Appraisal Arbitrageの(a)有効な抑止機能の提供という側面について述べる。そこでの議論のポイントは、Appraisal Arbitrageは、株主の権利行使に伴う集合行為問題の克服という点で、クラスアクションと同様の機能を果たすといえるが、(クラスアクションとは異なり)権利の実質的な行使主体と権利行使による利益の帰属主体との間の深刻なエージェンシー問題を引き起こさない点で、クラスアクションよりも優れた仕組みであると評価することができるという点にある⁵¹⁾。もう少し詳細に述べれば、Appraisal Arbitrageは、公開企業の合併等に関する情報の公表「後」に(公表された情報の分析に基づき利益が十分に見込めると判断され、選択された)株式を買い集めて大きなポジションを形成することによって、株式買取請求権の行使に伴うコストを(公表後の買い集めを通じて保有する)大量の株式に分散させることができ、さもなくばコストの問題で行使されなかった権利を行使可能にする⁵²⁾。すなわち、Appraisal Arbitrageは、買収対象会社の経営陣や支配株主による機会主義的な行動または過失による行動に対する株式買取請求の抑止機能を高める面がある⁵³⁾。同時に、株式買取請求の場面ではクラ

50) *Id.* at 1612-1613.

51) *Id.* at 1565-1566.

52) *Id.* at 1599. さらにいえば、投資戦略の一環として Appraisal Arbitrage を採用する主な主体であるヘッジファンドは、本稿二でみたように repeat petitioner として様々な公開企業の合併等の場面で繰り返し株式買取請求権を行使することで、株式買取請求に関する専門的な知識やノウハウなどを蓄積することが可能であるため、Appraisal Arbitrage には株式買取請求に伴い株主が負担するコストを(保有する大量の株式に分散させ、1株当たりのコストを低下させる面のみならず)それ自体として減少させる面があるとも考えられないではない。

53) かつての米国では、信託義務に関する訴訟と比較して、株式買取請求権の行使は企業買収の場面における株主の救済手段としてあまり利用されてこなかったが、その理由としては、株式買取請求の場面ではクラスアクションの仕組みが利用できず、個々の株主が権利行使に伴う(弁護士費用などの)費用を個人ですべて負担することになるため、ほとんどの株主にとっては、株主の権利行使に伴う集合行為問題を克服することが容易ではなかったことが大きいと考えられてきた。See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 799 (2003); Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1561-1562. See also *Turner v. Bernstein*, 776 A.2d 530, 548 (Del. Ch. 2000). このように、かつての米国では、株主の救済手段はクラスアクションの仕組みが利用可能な信託義務に関する訴訟に偏りがちであっ

スアクションの仕組みは利用できず、経済的な利害関係を有し自ら積極的に権利行使を望む者だけが実際に権利を行使することになるため、クラスアクションの場面でみられるような弁護士費用目当ての訴訟代理人が主導する和解目的の訴訟提起の問題は生じにくい⁵⁴⁾。

次に、Appraisal Arbitrage の(b)株式買取請求を通じて得られる利益を他の株主と分け合う側面について確認する⁵⁵⁾。投資戦略の一環として Appraisal Arbitrage を採用するヘッジファンドは、株式買取請求を通じて利益を得ることを目的に、合併等の対価が不十分であると考えられる取引を対象として買収対象会社の株式を買い集めることになるが、Appraisal Arbitrage の市場が十分に発展しているのであれば、こうしたヘッジファンドによる株式の買い集めを通じて、合併等に関する情報の公表後の買収対象会社の株価は、理論的には（株式買取請求権を行使することに伴うリスクによって割り引かれた）同社の株式の公正な価格の予想される現在価値まで上昇する可能性がある⁵⁶⁾。そのため、自らは株式買取請求権を行使しない買収対象会社の少数株主であっても、Appraisal Arbitrage を通じて、同社の株価の上昇（すなわち Appraisal Arbitrage を行うヘッジファンドへの株式の売却価格の上昇）という形で、株式買取請求により得られる利益の一部を享受することが可能となり、事後的な観点からも Appraisal Arbitrage は株主一般の利益に資すると考える余地がある。

たが、近年の米国では、Appraisal Arbitrage に関する市場の急速な拡大によって、株式買取請求の場面における株主の権利行使に伴う集合行為問題の克服が容易となり（実際、本稿二でみたように、近年の米国では株式買取請求の大幅な増加の傾向を明確に観察することができる）、株式買取請求の抑止機能が大幅に高められている。

54) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1583-1588.

55) なお、(a)有効な抑止機能の提供という側面が、買収対象会社の経営陣や支配株主による機会主義的な行動または過失による行動を起りにくくさせるという点で、事前の観点に基づく Appraisal Arbitrage の評価であったのに対し、(b)ではそのような行動が実際に起こされた後の株主の救済について論じており、事後的な観点に基づく Appraisal Arbitrage の評価といえることができる。

56) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1600-1601.

(2) Appraisal Arbitrage に対する懸念とそれへの反論

もちろん、米国の学説上は、Korsmo & Myers の論文のように Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解のみが存在するわけではなく、理論的な観点から Appraisal Arbitrage に対して懸念を示す見解もある。Appraisal Arbitrage に対して示されている代表的な懸念としては、Appraisal Arbitrage が行われることで、買取者は株式買取請求のリスクについて買取のコストを高める重い負担であると考えようになり、その結果、買取者が自らの提案する買取対価の額を減らそうとする行動をとる可能性があるとして、Appraisal Arbitrage は、それを行うヘッジファンド以外の買取対象会社の株主にとっては利益を損なうものであるといった指摘が挙げられる⁵⁷⁾。

もっとも、こうした懸念に対しては、Appraisal Arbitrage を擁護する立場から既にいくつかの反論が示されている。代表的な反論として、まずは（本稿四 1 (1) で紹介した Korsmo & Myers の論文で述べられている）Appraisal Arbitrage の (b) 株式買取請求を通じて得られる利益を他の株主と分け合う側面の存在を指摘することができる⁵⁸⁾。また、Korsmo & Myers の論文と同様に Appraisal Arbitrage を好意的に評価する立場をとる Callahan et al. の論文では、オークションデザインの理論枠組みに基づいて分析を行った結果⁵⁹⁾、株式買取請求により得られると予想される価値が会社のオークションの場面における有効な最低落札価格 (reserve price) として機能する可能性があることを指摘し、Appraisal Arbitrage に基づく株式買取請求の信頼できる脅威は、この最低落札価格を事実上高めることになるという点で株主一般の利益

57) Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象について直接に論じたものではないが、以上の懸念の基礎となる考え方は、1999年に公表された Mahoney & Weinstein の論文において示されたものである。See Paul G. Mahoney & Mark Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, 1 Am. L. & Econ. Rev. 239, 242 (1999).

58) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1600-1601. すなわち、自らは株式買取請求権を行使しない買取対象会社の少数株主であっても、Appraisal Arbitrage を通じて、同社の株価の上昇（ひいては株式の売却価格の上昇）という形で株式買取請求により得られる利益の一部を享受することが可能であり、Appraisal Arbitrage は、自らは株式買取請求権を行使しない買取対象会社の少数株主にとっても利益になるという反論である。

59) Callahan et al., *supra* note 4, at 153-163.

に資する価値のある仕組みとなりうると主張するが⁶⁰⁾、このような主張も以上の懸念に対する反論として位置づけることができるだろう。

2 実証研究の紹介

(1) Korsmo & Myers の研究

本稿四1では、近年の米国における Appraisal Arbitrage の評価をめぐる理論的な観点からの議論の状況を分析・検討し、Appraisal Arbitrage に対して懸念を示す理論的な余地はあるものの、これまでの学説上の議論を俯瞰すれば、Appraisal Arbitrage を株主一般の利益に資するものとして好意的に評価する見解が有力に主張されていることを確認した。こうした学説上の議論の状況を踏まえ、以下では、Appraisal Arbitrage に関する近年の米国の実証研究を紹介し、データからは Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解と否定的に捉える見解のいずれがより支持されるといえそうかという問題について検討を試みる。

Appraisal Arbitrage に関する初期の代表的な実証研究としては（本稿四1(1)で紹介した）Korsmo & Myers の論文で示された研究があり、そこでは、Appraisal Arbitrage は(a)有効な抑止機能を提供する点で株主一般の利益に資するとする同論文の示した理論分析⁶¹⁾の正しさが、同論文の行った実証

60) *Id.* at 181. 仮に買取対価の額が株式買取請求による予想価値を下回る場合には、買取対象会社の株主には買取に反対するインセンティブが生じるため、買収者は（株主の同意を得て買取を実現するためには）買取対価の額の上乗せを迫られることになるからである。すなわち、Appraisal Arbitrage が行われることで、（買取対価の額が減少するのではなく）むしろ買取対価の額が増加する理論的な可能性があると指摘するのである。

ただし、Callahan et al. の論文が採用するオークションデザインの理論枠組みに基づく分析からは、仮に株式買取請求による予想価値があまりに過大なものとなる場合には、同価値は、法外な最低落札価格（prohibitive reserve price）として、価値を高める有益な買取提案をも抑止してしまう可能性が生じるため、Appraisal Arbitrage は場合によっては株主一般の利益を損なうものとなる可能性もないとはいえない。*Id.* at 150. その上で、近年の米国において以上の可能性が現実のものといえるかどうかに関する実証研究については、後掲注77）とそれに対応する本文を参照。

61) 詳細については、前掲注51）～注54）とそれに対応する本文を参照。

研究により裏付けられる旨が指摘されている⁶²⁾。具体的には、2004年1月1日～2013年12月31日までの10年間に実施されたデラウェア州設立の公開企業を買収対象会社とする合併に関する取引のうち、株式買取請求権が行使可能であった取引(1168件⁶³⁾)を対象とした研究において、(買収対象会社の規模や産業、取引が行われた年といった要因で調整をした)プレミアムの額⁶⁴⁾が低ければ低いほど株式買取請求権は実際に行使されやすくなり、申し立てられる株式の(買収対象会社の全株式に占める)割合も高くなるという結果が示された⁶⁵⁾。また、一般に利益相反の問題が深刻化しやすい非上場化取引(going private transactions)に関しても、非上場化取引の場合には株式買取請求権は実際に行使されやすくなり、申し立てられる株式の割合も高くなるという傾向が示された⁶⁶⁾。その一方で、弁護士費用目当ての権利行使という観点からは権利行使の相手方が十分な資力を有する(deep pocketである)ことが示唆されるために重要な要因となることが予想される取引規模との関係では、取引規模と株式買取請求権の行使されやすさの間には統計上有意な関係は観察されなかった⁶⁷⁾。

以上の Appraisal Arbitrage に関する実証研究の結果は、信認義務に関するクラスアクション形態での訴訟の場合の実証研究の結果とは正反対のものであり⁶⁸⁾、近年の米国における株式買取請求に関していえば、株主一般の利益

62) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1583.

63) 以上の1168件の取引のうち、信認義務に関するクラスアクション形態での訴訟が提起された取引は683件であり、株式買取請求権が実際に行使された取引は94件(そのうち株式買取請求に当たって弁護士が付いていたものは87件)である。*Id.* at 1589-1590.

64) 合併の場面で買収対象会社の株主が受け取る平均的なプレミアムの額は、買収対象会社の規模や産業、取引が行われた年などの要因に基づいて大きく変化しうるため、Korsmo & Myersの研究では、実際のプレミアムの額をそのまま使うのではなく、まずはこれらの要因に基づく期待プレミアムの額を算出した上で、実際のプレミアムの額と期待プレミアムの額との間の差額(residual premium)を用いて分析を行っている。*Id.* at 1593-1594.

65) *Id.* at 1593-1597, 1614-1615. こうした結果は、株式買取請求権の行使が急増する2011年以降の時期においても同様に観察することができる。

66) *Id.* こうした傾向は、株式買取請求権の行使が急増する2011年以降の時期においても同様に観察することができる。

67) *Id.* at 1591-1593.

保護の観点から特にチェックが必要であると考えられる取引を対象として、実際に権利が行使される傾向が強いことがうかがえる。こうした結果を踏まえ、Korsmo & Myers の論文は、Appraisal Arbitrage およびそれを背景とした株式買取請求の急増が合併等を通じた株主からの搾取に対して実際に有効な抑止機能を果たしているということができ、Appraisal Arbitrage の増加は全体として株主一般の利益となる発展であると結論づける⁶⁹⁾。

(2) Callahan et al. の研究

次に、より最近公表された Appraisal Arbitrage に関する実証研究として、2003年1月1日～2016年12月31日までの間に実施されたデラウェア州設立の公開企業を買収対象会社とする合併に関する取引（2083件）を対象に分析を行った、Callahan et al. の論文の内容に言及する必要がある⁷⁰⁾。同論文は、以上の取引を対象に、Appraisal Arbitrage を促すこととなった2007年の米国における2つの改革⁷¹⁾が（産業等の要因で調整をした）プレミアムの額に与えた影響等について詳細に分析し、その結果を踏まえ、2007年の2つの改革および同改革が促すこととなった Appraisal Arbitrage は、全体として買収対象会社の株主一般の利益に資するものであると結論づける⁷²⁾。

68) *Id.* at 1584-1585. 具体的には、信認義務に関するクラスアクション形態での訴訟の場面では、（買収対象会社の規模や産業、取引が行われた年といった要因で調整をした）プレミアムの額と実際の訴訟の提起されやすさとの間には弱い関係しか観察されない一方で、取引規模と実際の訴訟の提起されやすさの間には強い正の相関関係が認められ、同場面では、弁護士費用目当ての訴訟代理人が主導する和解目的の訴訟提起の問題が深刻化していることをデータから推察することができる。See Charles R. Korsmo & Minor Myers, *The Structure of Stockholder Litigation: When Do the Merits Matter?*, 75 Ohio St. L.J. 829, 874-878, 896-898 (2014).

69) Korsmo & Myers, *supra* note 4, at 1555-1556.

70) Callahan et al., *supra* note 4, at 164-178.

71) Callahan et al. の論文で指摘されている Appraisal Arbitrage を促すこととなった2007年の2つの改革とは、①法改正による株式買取請求に伴う利率の改定（Federal Reserve discount rate + 5%に改定）と、②基準日後取得株式を対象とした株式買取請求を（同株式が基準日株主によって実際にどのように議決権行使されたかを問うことなく）認めたデラウェア州衡平法裁判所の判断である。*Id.* at 149. See also *In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc.*, C.A. No. 1554-CC, 2007 WL 1378345 (Del. Ch. May 2, 2007).

72) Callahan et al., *supra* note 4, at 151, 181-182. また、Callahan et al. の論文と同様に、2007年

もう少し詳細に説明すれば、Callahan et al. の論文は、合併に関する取引において買収対象会社の株主が受け取るプレミアムの額の分析を通じて、株式買収請求権が行使可能な取引（全取引に当たる2083件の取引のうち1465件の取引）ではプレミアムの額が目に見えて増加することを示したのみならず⁷³⁾、それと同時に、Appraisal Arbitrage を促すこととなった2007年の2つの改革がプレミアムの額に与えた影響についても分析し⁷⁴⁾、同改革の影響により株式買収請求権が行使可能な取引におけるプレミアムの額はさらに大幅に増加することを明らかにした⁷⁵⁾。そのことは、Appraisal Arbitrage の機会があることが取引を通じて株主が受け取るプレミアムの額を増加させ、全体として買収対象会社の株主一般の利益を向上させているという主張と整合的である⁷⁶⁾。

その上で、Callahan et al. の論文は、買収者が株式買収請求のリスクを避けようとするなど、2007年の2つの改革によって株式買収請求権が行使可能な場合には買収が起りにくくなっているのではないか（そのことにより買収対象会社の株主一般の利益が損なわれているのではないか）という懸念が

の改革などを通じて株式買収請求権が強力なものとなるにつれて、買収対象会社の株主が受け取るプレミアムの額は増加する傾向があるとする実証研究の結果を報告するものとして、Audra Boone et al., *Merger Negotiations in the Shadow of Judicial Appraisal* (April 4, 2018), available at <https://ssrn.com/abstract=3039040>がある。

- 73) Callahan et al., *supra* note 4, at 168-171. 統計上1%の有意水準をもってプレミアムの額の増加が確認された。こうした結果は、米国では、株式買収請求は濫用的訴訟 (nuisance suits) の一種ではなく、有効な抑止機能の提供を通じて買収対象会社の株主一般の利益に資するものであるという解釈と整合的である。
- 74) 具体的には、前掲注71) で詳述した2007年の2つの改革というイベントがプレミアムの額に与えた影響を、difference-in-difference の手法を用いて検証している (difference-in-difference の手法については、森田果『実証分析入門』(日本評論社、2014年) 200-210頁を参照)。
- 75) Callahan et al., *supra* note 4, at 171-173. Callahan et al. の論文によれば、2007年の2つの改革がもたらした経済的な影響 (economic impact) の大きさは、株式買収請求権が行使可能な取引におけるプレミアムの額を9.7%~17.2%増加させるというものである。
- 76) 逆にいえば、Appraisal Arbitrage が行われることで、買収者は株式買収請求のリスクについて買収のコストを高める重い負担であると考えようになり、その結果として買収者が買収対価の額を減らそうとする行動をとる可能性があるという、本稿四1(2)で紹介した Appraisal Arbitrage に対して示されている代表的な懸念は、本文で紹介した以上の実証研究の結果からは支持されない。See also Boone et al., *supra* note 72, at 16-20.

現実のものといえるかどうかについても検討する。具体的には、同論文は、2007年の2つの改革と株式買取請求権が行使可能な場合における買取の起こりやすさとの関係について分析を試みており、その結果として、同改革が買取を起こりにくくするという関係は統計上有意なものとして観察されなかったと指摘する⁷⁷⁾。

3 議論の小括と若干の検討

本稿四1および2では、ヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage の評価をめぐる米国の学説上の議論に焦点を当てて検討を進めてきた。これまでみてきたように、理論的な観点からは、(懸念を示す余地はあるものの、議論の状況を俯瞰すれば) Appraisal Arbitrage を買取対象会社の株主一般の利益に資するものとして好意的に評価する見解が現在では学説において有力に主張されており、それとあわせて、Appraisal Arbitrage に関する近年の米国で行われた実証研究からは、Appraisal Arbitrage を好意的に評価する見解と整合的な結果が複数報告されている。

以上の Appraisal Arbitrage の評価をめぐる米国の学説上の議論は、理論的な観点に基づくものに関していえば、Appraisal Arbitrage およびそれを背景とした株式買取請求の急増がもたらす事前および事後の影響について、株式買取請求の抑止効果に着目しつつも、そのみに拘泥するのではなく、買取者が提示する最低落札価格に与える影響や取引公表後の買取対象会社の株価に与える影響などについても分析を試みており、Appraisal Arbitrage という現象を多角的に考察した上で、分析的な議論が丁寧に積み重ねられているといえる。その上で、近年では、単に理論的な可能性を指摘するにとどまるのではなく、Appraisal Arbitrage およびそれを背景とした株式買取請求の急増がもたらす影響に関して実証研究が蓄積されつつあり、そのことが理論的な

77) Callahan et al., *supra* note 4, at 174-175. また、本文で紹介した実証研究と同様の結果を示すものとして Boone et al., *supra* note 72, at 20-22があり、そこでは、同論文において試みられた実証研究の結果として、米国デラウェア州において株式買取請求のリスクが企業買取活動を抑制しているとはいえない旨の結論が述べられている。

観点からの議論に大いに説得力を与えているものと評価できる⁷⁸⁾。ヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage を買収対象会社の株主一般の利益に資するものとして好意的に評価する見解は、(とりわけわが国の現在の実務の感覚からすれば) 一見すると直感に反することを述べているかのような印象を与えないではないが、理論的な観点からは十分な説得力を有する分析的な議論に裏付けられており、これまでに公表された米国における実証研究の結果も同見解をおおむね支持するなど、同見解が依って立つ基盤は、少なくとも近年の米国に関しては十分に強固なものであるといえるだろう。

もちろん、こうした理論・実証の両面に関する研究は、あくまで近年の米国を対象としたものであるため、その内容がわが国でもそのまま同様に妥当するということとはできないが、少なくとも本稿四1で紹介した理論的な分析の視点に関していえば、わが国で Appraisal Arbitrage (またはそれに類似した現象) の評価をする際に大いに参考になるものと思われる。確かに、とりわけ(i)ヘッジファンドの活動形態や(ii)株式買取請求が企業買収の場面で果たしうる機能等に関して、現時点で日米において少なからぬ違いがあること自体は否めないものの、そのうちの(i)ヘッジファンドの活動形態に関していえば、ヘッジファンドの活動は(そこに十分な利益を得る合理的な可能性が存在する限りは)容易に国境を越えて行われうることからすれば、わが国でも、例えば近年の米国で盛んに活動しているヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage が今後増加するなどして、ヘッジファンドの活動形態が近年の米国における形態に近づいていく可能性は十分にあるといえる。

また、(ii)株式買取請求が企業買収の場面で果たしうる機能の違いに関していえば、(株式買取請求のほかに) 信認義務違反を通じた救済手段が充実

78) 特に、本稿四2でみたように、Appraisal Arbitrage を買収対象会社の株主一般の利益に資するものとして好意的に評価する立場をとる論者が行った実証研究であっても、自らの提示する理論モデルの妥当性についてのみ実証分析を通じて評価するのではなく、自らの見解に対する理論的な観点からの批判(反論)として示されている内容についても、実証分析を通じてそれが現実のものといえるかどうかを丁寧に検証しており、こうした検証に基づくデータからの裏付けが理論的な観点に基づく議論の説得力を高めている。

している米国とは異なり、わが国では、企業買収の場面で買収対象会社の株主が実際に利用する救済手段は株式買収請求権の行使に大きく偏る傾向があることからすれば⁷⁹⁾、望ましい企業買収法制のあり方を考察するに当たって、株式買収請求制度が果たしうる機能や Appraisal Arbitrage（またはそれに類似した現象）がもたらしうる効果について詳細な分析を試みることの必要性は、むしろわが国の方が米国以上に高いと考える余地もある。そのように考えれば、これらの機能・効果について様々な角度から分析的な議論が積み重ねられている米国の学説の状況を丁寧に参照しつつ、わが国に特有の事情を十分に加味するなどして、わが国でも理論的な観点から Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論を積み重ねていく必要があるだろう⁸⁰⁾。

そのことに加えて、本稿四2で紹介した近年の米国における実証研究に関していえば、そこで示されている結果は、買収対価の額を引き下げたり買収を起こりにくくさせたりするなど、Appraisal Arbitrage の脅威がわが国で買収対象会社の株主一般の利益を損なうものであることをいわば当然の前提とした上で、今後、ヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage に対して何らか

79) 近年ではわが国でも、主として構造的な利益相反関係が存在する企業買収の場面を念頭に、買収対象会社の取締役の義務違反に基づく救済手段の提供について学説上の議論が深められつつあるが（玉井利幸「株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務(1)」南山法学36巻3・4号（2013年）242-246頁、飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務」ファイナンシャル・レビュー121号（2015年）149-155頁、杉田貴洋「MBO対象会社の取締役の義務と責任」法学教室433号（2016年）22-25頁、田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報88巻10号（2016年）23頁等）、企業買収の場面で買収対象会社の取締役が負う義務の内容等に関しては、裁判例において未だ不明確な部分が少なくないこともあって（詳細については、白井正和「会社の非上場化の場面における取締役の義務」日本証券業協会『JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第1期）論文集』（日本証券業協会、2017年）192-207頁〔同論文は<http://www.jsda.or.jp/katsudou/shiraironbun.pdf>で入手可能]を参照）、わが国では、株主が実際に利用する救済手段は株式買収請求権の行使に大きく偏る傾向がある。

80) その上で、そのような議論の積み重ねを通じて、仮に、現在のわが国では株式買収請求が買収対象会社の株主一般の利益保護という観点からは十分に機能を果たしているとはいえ、Appraisal Arbitrage またはそれに類似した現象がわが国でも一般に観察できるようになることで、そのような機能不全が一定程度は解消される可能性が十分に見込まれる（それと同時に、Appraisal Arbitrage が株主一般の利益を損なう可能性はわが国でも低いと考えられる）のであれば、わが国でヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage を促すような株式買収請求制度の設計を検討することも、一考に値するところであろう。

の法的な規制を課していく方向に議論が大きく傾いてしまうことへの（少なくとも）警鐘という意味において、参照に値するものと考えられる⁸¹⁾。

五 おわりに

本稿では、近年の米国における Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象とその評価をめぐる議論を中心に、分析・検討を試みた。以上の Appraisal Arbitrage の評価をめぐる議論は、本稿四三で述べたように、わが国の株式買取請求制度を考える上でも（少なくとも一定の）有益な示唆を与えてくれるものと考えられる。わが国でも Appraisal Arbitrage が今後増加していく可能性は容易には否定できないことなどを踏まえれば、その評価について様々な角度から建設的な議論を交わし、わが国の株式買取請求制度ひいては企業買収法制のより良い発展という観点から、Appraisal Arbitrage をどのように位置づけるべきかを正面から検討する必要があるだろう。本稿がそのような検討の一助となることができるのであれば、幸いである。

〔付記〕本稿脱稿後、再校時に、飯田秀総「株式買取請求権のデラウェア州判例の最新動向」公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望 [2019年度版]』（財経詳報社、2018年）383頁に接した。なお、本稿は、JSPS 科研費（課題番号15K16949）による成果の一部である。

81) なお、わが国でも今後、ヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage またはそれに類似した現象が一定程度観察されるようになった場合には、それが買取対象会社の株主一般の利益に与える影響等について実証的な観点からの研究の蓄積が望まれることはいうまでもない。